

TREUHÄNDERISCHE PFLICHT IM **21**STEN JAHRHUNDERT



ROADMAP FÜR DEUTSCHLAND

DANKSAGUNGEN

Das Projektteam möchte allen Befragten und Gutachtern für ihre Zeit und ihre Beiträge zu diesem Dokument danken. Ebenso gilt unser Dank den zahlreichen Organisationen in Deutschland, deren Arbeit und Ideen uns geholfen haben, an den Punkt zu gelangen, an dem wir uns jetzt befinden.

Diese Roadmap wurde von PRI, UNEP FI und der Generation Foundation verfasst und stellt nicht notwendigerweise die Meinungen von Befragten und anderen Beteiligten dar.

Name:	Funktionsbezeichnung:	Organisation:
Achim Steiner	Direktor	Oxford Martin School
Alexander Bassen	Professor für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Kapitalmärkte und Unternehmensführung	Universität Hamburg Mitglied im Deutschen Rat für Nachhaltige Entwicklung
Alfred Wasserle	Senior Specialist für Nachhaltigkeit	MEAG
Andreas Hallermeier	Nachhaltigkeitsmanager	Bayerische Versorgungskammer
Axel Hesse	Verantwortlicher für ESG-Integration	Metzler Asset Management GmbH Anteilseigner von SD-M GmbH
Carl-Heinrich Kehr	Direktor und Investmentexperte	Mercer
Claudia Tober	Geschäftsführerin	Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V.
Gesa Vögele	Marketing- und PR-Officer	Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V.
Doris Kramer	Vizepräsidentin, Leiterin Investmentstrategien und Nachhaltigkeit	KfW Bankengruppe
Marion Marinov	Senior Manager	KfW Bankengruppe
Florian Sommer	Senior Strategist, Leiter Nachhaltigkeitsresearch	Union Investment
Jan Zenglein	Account Manager Institutionelle Kunden	Union Investment
Frank Damerow	Direktor, Sustainable Finance & Strategy	Landesbank Baden-Württemberg
Heribert Karch	Geschäftsführer	MetallRente
Christian Strenger	Aufsichtsratsmitglied	Deutsche Asset Management Investment GmbH
Inka Winter	Direktor	Deutsche AM
Kristina Jeromin	Leiterin Gruppenweites Nachhaltigkeitsmanagement	Deutsche Börse
Luise Seyfferth	Projektmanagerin ESG-Office	Allianz SE
Marianne Ulrich	Nachhaltigkeit und Corporate Governance	Deka Investment GmbH
Mario Zelenak	Nachhaltigkeit und Corporate Governance	Deka Investment GmbH
Nina Hodzic	Spezialistin für ESG-Integration	Allianz Global Investors
Steffan Hörter	Global Head of ESG	Allianz Global Investors
Ralf Frank	Geschäftsführer und Generalsekretär	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DFVA)

Robert Hassler	CEO	oekom research
Sabine Pex	Senior Manager Kundenbetreuung	oekom research
Rudolf Siebel	Geschäftsführer	Deutscher Fondsverband (BVI)
Julia Backmann	Abteilungsleiterin	Deutscher Fondsverband (BVI)
Ewald Stephan	Vorstandsmitglied	VERKA VK Kirchliche Vorsorge VVaG
Steve Monnier	Director, BlackRock Investment Stewardship	BlackRock
Susanne Dräger	Senior Public Affairs Officer	CDP Deutschland
Thomas Neumann	Abteilungsleiter Investmentaufsicht	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Tim Ockenga	Leiter Abteilung Kapitalanlagen	Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (GDV)
Verena Menne	Policy Adviser	Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V.

ROADMAP FÜR DEUTSCHLAND

DAS PROJEKT

Der Bericht [Fiduciary duty in the 21st century](#) kam zu dem Ergebnis, dass einen Verstoß gegen die treuhänderische Pflicht darstellt, langfristige Werttreiber wie Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (*environmental, social and governance, ESG*) nicht in Investmententscheidungen einzubeziehen. Zwar konnten bedeutende Fortschritte erzielt werden; die vollständige Integration von ESG-Themen in die Anlageentscheidungen von institutionellen Investoren steht jedoch immer noch aus.

Im Januar 2016 riefen PRI, UNEP FI und The Generation Foundation ein dreijähriges Projekt ins Leben, um die Empfehlungen des Berichts umzusetzen, wozu auch die Erstellung von [Länder-Roadmaps](#) gehörte. Durch die Roadmaps wird es PRI und UNEP FI ermöglicht, bei der Einführung von klaren und messbaren

Strategien und Praktiken, denen ein modernes Verständnis von treuhänderischer Pflicht zugrunde liegt, mit nationalen Interessenvertretern zusammenzuarbeiten.

Die vorliegende Roadmap wurde auf Grundlage von Befragungen von Branchenvertretern und Stakeholdern ausgearbeitet und enthält Empfehlungen, durch die sichergestellt werden soll, dass deutsche Anleger von einem modernen Verständnis ihrer treuhänderischen Pflicht ausgehen¹. Vor dem Hintergrund, dass Regulierungsbehörden und Investoren auf eine sich schnell ändernde Anlagelandschaft reagieren, stellt die Roadmap die deutschen Kaptalmärkte desweiteren in einen breiteren internationalen Kontext. Insbesondere fallen zahlreiche der für dieses Projekt relevanten Konzepte unter die Regulierungszuständigkeit der Europäischen Union.

¹ Ebenso wie andere Rechtsordnungen des civil law, kennt das deutsche Recht den Begriff „treuhänderische Pflicht“ als solchen nicht. Jedoch ist der Begriff gut verständlich und in verschiedenen Rechtsvorschriften werden gleichwertige Pflichten festgelegt.

ZUSAMMENFASSUNG DER EMPFEHLUNGEN

Folgende vier Hauptthemen fassen die Empfehlungen als Untersuchungsergebnis zusammen, mit dem Ziel, die vollständige Integration von ESG-Themen in die deutschen Kapitalmärkte zu fördern:

1. Führungsrolle der Politik und Regierung

Die Bundesregierung sollte starke Signale setzen, um die Wichtigkeit von Nachhaltigkeit im Finanzsektor deutlich zu machen. Dazu gehört unter anderem Folgendes:

- a. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und das Bundesfinanzministerium sollten klarstellen, dass (institutionelle) Anleger und Vermögensverwalter bei ihren Anlageprozessen und Anlageentscheidungen ESG-Themen berücksichtigen müssen. Ebenso sollten sie im Hinblick auf die Unternehmen oder sonstigen Körperschaften, in die sie investieren, auf hohe Standards bezüglich der ESG-Performance hinwirken und die Beständigkeit und Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt fördern.

Fonds der öffentlichen Hand sollten ebenso eine Führungsrolle einnehmen:

- b. Der Bund und die Länder sollten sich in Bezug auf die Altersvorsorge für Beamte und Angestellte des öffentlichen Dienstes klar zu nachhaltigem Investment bekennen und Details ihrer Vorgehensweise offenlegen.
- c. Angesichts der Bedeutung des deutschen Bankensystems für die Finanzierung zwischen Banken und Unternehmen sollte sich die Verpflichtung für verantwortliches Investieren auch auf die staatseigenen Landesbanken erstrecken.

2. Institutionelle Anleger

- a. **Rechtliche Klarheit und Kohärenz:** Der im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) enthaltene Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht wird im Zuge der Umsetzung der EU-Richtlinie über die Tätigkeit und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV-Richtlinie) geändert werden. Im Rahmen der Umsetzung der genannten Richtlinie sollte das Bundesfinanzministerium eine Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes vorschlagen, um klarzustellen, dass alle institutionellen Anleger finanziell relevante ESG-Themen berücksichtigen sollten.
- b. **Vorbereitung auf zukünftige EU-Richtlinien:** Deutschen EbAV (Pensionsfonds, Pensionskassen) sollten Werkzeuge, Schulungen und Best-Practice-Fallstudien zur Verfügung gestellt werden, um diese bei der Vorbereitung auf die EbAV-II-Richtlinie und die Aktionärsrechterichtlinie (und gegebenenfalls auf die CSR-Richtlinie) zu unterstützen. Laut den Befragten sollte dies vorzugsweise durch die BaFin in Zusammenarbeit mit Branchenverbänden erfolgen.

Reform der Betriebsrentenfonds:

- c. Neu definierte (beitragsorientierte) Regelungen sollten sich öffentlich zu verantwortlichem Investment bekennen und sicherstellen, dass ESG-Risiken über alle Fonds hinweg Teil der Anlageentscheidungen sind.
- d. Dabei sollten die Regelungen auch die ethischen Überzeugungen ihrer Mitglieder in Betracht ziehen und auf diese eingehen. Das sollte nicht mit dem Umgang mit finanziell relevanten ESG-Risiken verwechselt werden.

3. Fondsverwalter

- a. Die BaFin sollte Leitlinien für Fondsverwalter herausgeben und klarstellen, dass das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) die Einbeziehung wesentlicher ESG-Themen vorschreibt.
- b. Die Auswirkungen dieser Leitlinien sollte überwacht werden. Kann durch diese keine breite Einbeziehung von ESG-Themen erreicht werden, sollte das Bundesfinanzministerium eine Änderung des Anlagegesetzbuchs vorschlagen.

4. Umsetzung der CSR-Richtlinie (unter Einbeziehung institutioneller Anleger und Fondsverwalter)

- a. Das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV) sollte Leitlinien für Unternehmen von öffentlichem Interesse herausgeben, damit diese die neuen Anforderungen erfüllen. Dazu gehört Folgendes:
 - i. Finanzielle Unternehmen müssen über ihre Investitionen Bericht erstatten. Wenn möglich, sollten die Leitlinien diesbezüglich auf die zukünftigen Anforderungen an die Berichterstattung gemäß der EbAV-II-Richtlinie und der Aktionärsrechterichtlinie abgestimmt sein.
 - ii. Nichtfinanzielle Unternehmen müssen über Investitionen wie Altersversorgungssysteme und Contractual-Trust-Agreements Bericht erstatten.
- b. Der Bundestag sollte die Umsetzung der Änderungen des Handelsgesetzbuches überwachen, um Folgendes zu erreichen: Gewährleistung von qualitativ hochwertiger Offenlegung von ESG-Faktoren, aus der sich der Zusammenhang zwischen ESG-Faktoren, dem Geschäftsmodell eines Unternehmens und den Risikofaktoren klar ergibt; Ermöglichung des Vergleichs von Anlegern im Hinblick auf die Branche, das Portfolio und über bestimmte Zeitspannen hinweg.

TREUHÄNDERISCHE PFLICHT IN DEUTSCHLAND

ESG-KONTEXT

Zahlreiche an dieser Studie beteiligte Branchenexperten wiesen darauf hin, dass manche Investoren ESG-Integration zwar aktiv verfolgten, deren praktische Umsetzung in Deutschland jedoch im Durchschnitt weniger fortgeschritten sei als in Nachbarländern wie Frankreich, den Niederlanden, dem Vereinigten Königreich und Skandinavien. Jedoch wurde auch hervorgehoben, dass sich das deutsche Finanzsystem und die deutsche Investmentkultur in verschiedenen Aspekten von denen der Vergleichsgruppe unterscheiden.

Die deutsche Finanzkultur wird häufig mehr als eine Kultur des „Sparens“ als eine Kultur des „Investierens“ beschrieben, in der Stabilität und Sicherheit Vorrang haben². Folglich halten deutsche Investoren im Vergleich zu ihren europäischen Vergleichsgruppen relativ wenig Anteilskapital.³ Zwar werden in allen Anlageklassen Fortschritte erzielt, am meisten verbreitet und am weitesten entwickelt sind Techniken für verantwortliches Investieren jedoch bei börsennotierten Beteiligungen.

ESG-Integration wird oft als eine Möglichkeit gesehen, Anlagerenditen zu steigern oder Risiken zu senken. Einige Befragte

waren jedoch der Ansicht, dass bei der Anlage in festverzinsliche Wertpapiere ESG-Aspekte weniger berücksichtigt wurden. Dagegen sind einige Branchenstudien zum gegenwärtigen Stand der ESG-Integration in diesem Bereich ermutigend⁴.

In der Tat haben mit ESG-Themen in Verbindung stehende Brancheninitiativen an Bedeutung gewonnen. In diesem Sinne stellt eine aktuelle Umfrage von Union Investment einen beträchtlichen Anstieg der Umsetzung nachhaltiger Finanzstrategien fest. Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) – das deutsche, österreichische und schweizerische Forum für nachhaltige Geldanlagen – verfügt derzeit über mehr als 170 Mitglieder aus den Bereichen Bank, Fondsverwaltung und Nichtregierungsorganisationen. Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DFVA) bietet inzwischen Schulungen zur ESG-Integration an und dieses Jahr hat ein Bündnis von Investoren die „Frankfurter Erklärung“⁵ verabschiedet, die ein Bekenntnis zur Umsetzung einer gemeinsamen Nachhaltigkeitsinitiative am Finanzplatz Frankfurt darstellt.

2 Das mag teilweise darauf zurückzuführen sein, dass Lebensversicherungsgesellschaften und zahlreiche Pensionskassen den Regelungen „Solvabilität I“ oder „Solvabilität II“ unterliegen, wonach für risikobehaftete Vermögenswerte eine beträchtliche Eigenkapitaldeckung erforderlich ist.

3 Laut vom Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) zur Verfügung gestellten Zahlen bestehen durchschnittlich 4,4 % des Portfolios eines Versicherers aus Aktien. Schätzungen von aba zufolge legen Pensionskassen durchschnittlich weniger als 10 % ihrer Vermögenswerte in Aktien an.

4 ESG und finanzielle Performance der Unternehmen: Mapping the global landscape (2015). [institutional.deutscheam.com/content/media/K15090_Academic_Insights_UK_EMEA_RZ_Online_151201_Final_\(2\).pdf](https://www.institutional.deutscheam.com/content/media/K15090_Academic_Insights_UK_EMEA_RZ_Online_151201_Final_(2).pdf)

5 [deutsche-boerse.com/blob/3031312/f6861f886db9bee721ec6431b602b39b/data/Frankfurter_Erklarung-1.pdf](https://www.deutsche-boerse.com/blob/3031312/f6861f886db9bee721ec6431b602b39b/data/Frankfurter_Erklarung-1.pdf)

MASSNAHMEN DER REGIERUNGEN IM BEREICH ESG

Die Bundesregierung hat mehrere Maßnahmen ergriffen:

- Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) hat die Ergebnisse eines Gutachtens zur Relevanz des Klimawandels für die Finanzmärkte veröffentlicht.⁶
- Das Hightech-Forum, das die Bundesregierung berät, hat eine FNG-Studie zu Möglichkeiten der Förderung nachhaltiger Kapitalströme⁷ veröffentlicht, die bei der Ausarbeitung dieses Fahrplans ebenfalls als Referenz herangezogen wurde.
- Der Rat für Nachhaltige Entwicklung, der die Bundesregierung berät, hat ein Diskussionspapier herausgegeben, um zu einem Konsens zur Entwicklung einer nachhaltigen Finanzwirtschaft in Deutschland beizutragen⁸.

Diese Bemühungen werden von Maßnahmen auf internationaler Ebene unterstützt:

- Die von der G20 ins Leben gerufene Green Finance Study Group (GFSG) hat in ihrem Synthesebericht verschiedene Strategieempfehlungen ausgesprochen. Die Studiengruppe wird ihre Arbeit unter der deutschen Präsidentschaft der G20 fortsetzen.
- Die Arbeitsgruppe des Rats für Finanzstabilität (FSB), die sich mit Offenlegung klimabezogener Finanzinformationen befasst, hat ein erstes Empfehlungspaket für eine kohärente und vergleichbare Offenlegung der Klimarisiken zusammengestellt.
- Neben den in zahlreichen Richtlinien enthaltenen Reformen hat die EU eine hochrangige Sachverständigengruppe für nachhaltige Finanzierungen ins Leben gerufen, zu der auch Deka Investment gehört. Diese Gruppe spricht gegenüber der EU strategische Empfehlungen aus, um eine nachhaltige Finanzwirtschaft zu fördern.

6 Vgl. das vollständige Gutachten unter <https://shar.es/1RhMBr> und damit zusammenhängende aktuelle Mitteilungen unter www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2016/08/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-2-Relevanz-des-Klimawandels-fuer-die-Finanzmaerkte.html

7 www.hightech-forum.de/fileadmin/Bilder/Publikationen/green_economy_kurzanalyse.pdf

8 www.nachhaltigkeitsrat.de/fileadmin/user_upload/dokumente/beitraege/2017/20170623_Living_document_RNE_Green_Finance.docx

EMPFEHLUNGEN

Ein immer wieder aufkommendes Thema bei Gesprächen war, dass sich die deutsche Finanzbranche an den an sie gestellten Anforderungen ausrichtet. Anleger sind bestrebt, die Regulierungsvorschriften einzuhalten, es ist jedoch unwahrscheinlich, dass sie noch einen Schritt weiter gehen. Daher konzentrieren sich zahlreiche Empfehlungen auf gesetzgeberische Fragen und politische Themen.

1. FÜHRUNGSROLLE DER POLITIK UND REGIERUNG

STARKE POLITISCHE ZEICHEN

Die von der G20 ins Leben gerufene Green Finance Study Group kam zu dem Schluss, dass die Behörden der einzelnen Länder klare strategische Signale für Anleger setzen sollten. Durch derartige Signale sollen Vertrauen aufgebaut, Überzeugung geschaffen und schließlich dazu beigetragen werden, mit dem Einsatz von Kapital nachhaltigere Ergebnisse zu erzielen. Der PRI-Bericht aus dem Jahr 2016 mit dem Titel [Global guide to responsible investment regulation](#) hebt die Bedeutung von solchen Signalen hervor und stellt fest, dass Investoren weltweit häufig das Engagement von Regierungen für ESG-Themen in Frage stellen, was wiederum für ihren eigenen Fortschritt hinderlich ist.

Im Rahmen der Befragung waren sich die Teilnehmer darüber einig, dass starke Signale gesetzt werden müssten, um die Wichtigkeit nachhaltiger Finanzierung deutlich zu machen. Die Befragten gaben auch an, dass die deutsche Präsidentschaft der G20 eine Chance darstelle, eine Führungsrolle zu übernehmen.

PRI hat auch die Regierungen gebeten, die Ergebnisse der internationalen Arbeitsgruppe des Finanzstabilitätsrats zu unterstützen, die sich der Offenlegung klimabezogener Finanzinformationen befasst.

Nächste Schritte

- a. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und das Bundesfinanzministerium sollten klarstellen, dass Anleger und sonstige Organisationen bei ihren Anlageentscheidungen ESG-Themen berücksichtigen müssen. Daneben sollten sie im Hinblick auf die Unternehmen oder sonstigen Körperschaften, in die sie investieren, auch auf hohe Standards bezüglich der ESG-Performance hinwirken und insgesamt die Beständigkeit und Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gefördert wird.

Fonds aus der ersten Säule spielen eine führende Rolle

Sowohl die Bundesregierung als auch die Länder verfügen über Fonds, um ihre Verpflichtungen bezüglich der Ruhestandsgehälter von Beamten zu erfüllen. Zahlreiche Befragte stellten außerdem fest, dass auf Ebene der Bundesländer und der Kommunen ein beträchtliches Interesse an ESG-Themen bestehe. So ist, wie im Fall des Bundeslands Berlin und in Städten wie Stuttgart und Münster, verantwortliches Investieren beispielsweise in Koalitionsvereinbarungen und Divestment-Kampagnen enthalten.

Bei Untersuchungen von UNEP FI und PRI hat sich herausgestellt, dass große staatliche Fonds sich transformativ auf Marktpraktiken auswirken können.⁹ Indem diese Fonds auf ESG-Integration setzen, senden sie ein starkes Signal für die Unterstützung derartiger Initiativen aus. Daneben können sie auch Techniken und Werkzeuge teilen, um zur Schulung und Information anderer Anleger beizutragen.

ESG-Themen wurden im Rahmen der Überarbeitung des Versorgungsrücklagengesetzes (VersRückIG) erörtert, wurden aber nicht in die endgültige Fassung aufgenommen. Das Gesetz trat am 1. Januar 2017 in Kraft.

2. INSTITUTIONELLE ANLEGER

BETRIEBLICHE PENSIONS-FONDS

Ein Großteil der Arbeit von PRI und UNEP FI zum Thema „treuhänderische Pflicht“ konzentrierte sich bisher auf betriebliche Pensionsfonds. Diese haben jedoch in Deutschland ein vergleichsweise geringes Gewicht.¹⁰ Betriebliche Pensionsfonds sind sowohl für Arbeitgeber als auch für Arbeitnehmer freiwillig. Laut Branchenschätzungen machen Betriebsrenten 13 % des deutschen BIP aus (wobei die Hälfte dieser Systeme über Pensionsrückstellungen finanziert wird). Im Vergleich dazu stellen Betriebsrenten im Vereinigten Königreich 112 % des BIP und in den Niederlanden 184 % des BIP dar.¹¹

Herzstück des derzeitigen Systems ist das Rentenversprechen, das in Deutschland gegenwärtig die Form eines leistungsorientierten oder hybriden Systems hat. Arbeitgeber können zwischen fünf möglichen Durchführungswegen wählen, um zur Erfüllung des Rentenversprechens beizutragen. Deutsche Rentenfonds haben keine Treuhänder¹² – das Verhältnis zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer wird durch das Arbeitsrecht geregelt. Daher gibt es für Arbeitnehmer wenig Anreize, sich dafür zu interessieren, wie das Rentenskapital investiert wird, obgleich Sozialpartner und Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten theoretisch ESG-Strategien beeinflussen können.

Nächste Schritte

- Der Bund und die Länder sollten sich im Zusammenhang mit der öffentlichen Verwaltung klar zu nachhaltigem Investment bekennen und Details ihrer Vorgehensweise offenlegen.
- Angeichts der Bedeutung des deutschen Bankensystems für die Finanzierung zwischen Banken und Unternehmen sollte sich die Verpflichtung auf verantwortliches Investieren auch auf die staatseigenen Landesbanken erstrecken.

Von den fünf rechtlichen Strukturen, die Arbeitgebern derzeit offen stehen, werden zwei – Pensionskasse und Pensionsfonds – als „Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung“ (EbAV), bezeichnet. Das bedeutet, dass sie unter die Rechtsvorschriften der EU zur betrieblichen Altersversorgung fallen und vom BaFin überwacht werden. Im Jahr 2015 waren in Deutschland 171 EbAV registriert.

Einige deutsche Altersversorgungssysteme haben gezeigt, dass sie im Hinblick auf ESG-Themen eine beachtliche Führungsrolle einnehmen. Sie sind jedoch in der Minderheit. Zu den wichtigsten Hindernissen gehören Skepsis bezüglich der Werts, der ESG-Themen bei Anlageentscheidungen zukommt, sowie konzeptuelle Unschärfe zwischen ESG-Themen und ethischen Aspekten¹³. Als praktische Herausforderungen sind Mittelausstattung, Fähigkeiten, Kapazitäten und Verfahren zu nennen.

Versicherer

Die Mehrheit der großen Versicherungsgesellschaften hat sich zur Berücksichtigung von ESG-Aspekten im Rahmen der Prinzipien für Verantwortliches Investieren (Principles for Responsible Investment, PRI) sowie der Prinzipien für nachhaltige Versicherung (Principles for Sustainable Insurance, PSI) verpflichtet.¹⁴ Dennoch besteht bezüglich

9 Vgl. Global Guide to Responsible Investment (2016) und Investor Obligations and Duties in six Asian markets (2016).

10 Die staatliche Rente, die nach dem Umlage-Prinzip funktioniert, stellt der Mehrheit der Arbeitnehmer Versorgungsleistungen zur Verfügung (trotzdem gibt es für manche Berufsgruppen – insbesondere für Beamte – eigene Altersversorgungssysteme innerhalb der ersten Säule).

11 Quelle: www.willistowerswatson.com/en/insights/2016/02/global-pensions-asset-study-2016

12 Die Funktionsbezeichnung „Treuhänder“ wird ins Englische manchmal mit „trustee“ übersetzt. Der deutsche Begriff hat jedoch einen anderen Inhalt und bezieht sich auf die Überwachung des Sicherungsvermögens für den Insolvenzfall.

13 Techniken des verantwortlichen Investierens kamen in Deutschland zum ersten Mal in Zusammenhang mit glaubensbasiertem Investment auf. Daher hält sich weiterhin hartnäckig die falsche Annahme, dass ESG-Integration mit ethischen Investitionen gleichzusetzen ist.

14 Die Prinzipien für nachhaltige Versicherung (Principles for Sustainable Insurance, PSI) der Finanzinitiative des Umweltprogramms der Vereinten Nationen (UNEP FI) wurden 2012 auf der UN-Konferenz für nachhaltige Entwicklung vorgestellt und bilden den globalen Rahmen für die Versicherungsbranche beim Umgang mit Risiken und Chancen in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung.

der Umsetzung von ESG-Überlegungen in großen, komplexen Organisationen immer noch Handlungsbedarf. Eine Zusammenarbeit bei aktivem Aktionärstum zwischen großen Versicherungen scheitert fast gänzlich an der Befürchtungen, gegen das Kartellverbot und das Verbot aufeinander abgestimmter Vorgehens zu verstoßen. Allerdings kann Zusammenarbeit zur Kostensenkung führen und den aktiven ESG-Dialog mit den investierten Unternehmen effizienter und effektiver machen. Das gilt vor allem für kleinere Fonds. Laut Angaben der Befragten engagieren sich kleinere Versicherer aufgrund von Kapazitätsproblemen weniger im Bereich ESG.

Im März 2015 hat der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) für seine Mitglieder unverbindliche Hinweise zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien in der Kapitalanlage vorgelegt. Die Broschüre erläutert, mit welchen Ansätzen Unternehmen ESG-Aspekte verfolgen und konkret in ihrer Anlagestrategie umsetzen können.¹⁵

Rechtlicher Rahmen

Das deutsche Recht zur Regelung betrieblicher Pensionsfonds und Versicherer erlaubt die Berücksichtigung von ESG-Themen. Es besteht jedoch diesbezüglich keine ausdrückliche Pflicht und zahlreiche Investoren entscheiden sich dagegen. Gemäß § 7a des Altersvorsorgeverträge-Zertifizierungsgesetzes (AltZertG) und § 144 des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) sind Anbieter eines Altersvorsorge- oder Basisrentenvertrags verpflichtet, den Vertragspartner (zunächst vor der Unterzeichnung und dann jährlich) darüber zu informieren, ob und wenn ja wie ethische, soziale und ökologische Belange bei der Verwendung der eingezahlten Beiträge berücksichtigt werden.

§ 124 VAG legt für Versicherungsunternehmen¹⁶ treuhänderische Pflichten fest, darunter auch die Pflicht, nach dem Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht anzulegen, damit Sicherheit und Rentabilität des Portfolios als Ganzes sichergestellt und Liquidität und Diversifizierung gefördert werden.

Zukünftige EU-Richtlinien

Die deutschen Vorschriften zur Regulierung der Finanzmärkte sind in hohem Maße von EU-Richtlinien und -Verordnungen beeinflusst. Neben der kürzlich umgesetzten CSR-Richtlinie stehen in den nächsten zwei Jahren weitere Richtlinien, die stärker auf ESG-Themen eingehen, zur Umsetzung in das deutsche Recht an und fallen somit auch in den Aufgabenbereich der BaFin.

Mit der Umsetzung der überarbeiteten EU-Richtlinie über [Einrichtungen zur betrieblichen Altersversorgung \(EbAV-II\)](#) in das deutsche Recht müssen EbAV in der Erklärung über die Grundsätze ihrer Anlagepolitik zu ihrer Haltung gegenüber ESG-Themen Stellung nehmen und diese sowohl bei ihrer eigenen Risikobewertung als auch bei der Unternehmensführungsstruktur beachten. Die Richtlinie wurde im Dezember 2016 im Amtsblatt der EU veröffentlicht. Die überarbeitete EbAV-II-Richtlinie stellt außerdem klar, dass es EbAV im Rahmen des Grundsatzes der unternehmerischen Vorsicht gestattet ist, ESG-Faktoren zur berücksichtigen.

Mit der Umsetzung der [Aktionärsrechterichtlinie](#) werden institutionelle Anleger (Versicherungsunternehmen und EbAV) verpflichtet, eine „Engagement“-Politik zu schaffen. Institutionelle Anleger werden auch offenlegen müssen, wie sich die wesentlichen Bestandteile ihrer Anlagestrategien an ihre langfristigen Verbindlichkeiten anpassen.

Der Grad des ESG-Bewusstseins der deutschen Rentenfonds legt nahe, dass die Erfüllung der neuen Anforderungen gemäß der EbAV-II-Richtlinie und der Aktionärsrechterichtlinie eine Herausforderung darstellen wird.

Nächste Schritte

- a. **Rechtliche Klarheit und Kohärenz:** Der im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) enthaltene Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht wird im Rahmen der Umsetzung der EbAV-Richtlinie geändert. Das Finanzministerium sollte eine Änderung des VAG vorschlagen, um klarzustellen, dass alle institutionellen Investoren finanziell relevante ESG-Themen zu berücksichtigen haben. Konsequenzen:
 - i. Ausräumung von Unklarheiten im Wortlaut im Zusammenhang mit ESG und bessere Abstimmung zu und mit internationalen Entsprechungen.
 - ii. Präzisierung, dass Rentenfonds verpflichtet sind, wesentliche ESG-Faktoren bei ihren Anlageentscheidungen zu berücksichtigen.
- b. **Vorbereitung auf zukünftige EU-Richtlinien:** Deutschen EbAV (Pensionsfonds, Pensionskassen) sollen Werkzeuge, Bildung und Best-Practice-Fallstudien zur Verfügung gestellt werden, um diese bei der Vorbereitung auf die EbAV-II-Richtlinie und die Aktionärsrechterichtlinie (und gegebenenfalls auf die CSR-Richtlinie) zu unterstützen. Laut den Befragten sollte dies vorzugsweise durch die BaFin in Zusammenarbeit mit Branchenverbänden erfolgen.

¹⁵ www.gdv.de/2015/03/gdv-veroeffentlicht-hinweise-zu-nachhaltigen-kapitalanlagen/

¹⁶ Vgl. Art. 132 der Solvabilität-II-Richtlinie: „In Bezug auf das gesamte Vermögensportfolio dürfen Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen lediglich in Vermögenswerte und Instrumente investieren, deren Risiken das betreffende Unternehmen angemessen erkennen, messen, überwachen, managen, steuern und berichten sowie bei der Beurteilung seines Gesamtsolvabilitätsbedarfs (...) angemessen berücksichtigen kann.“

Reform der Betriebsrente

Bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind in Deutschland alle (Mindest-) Zahlungen im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung von den Arbeitsgebern gegenüber ihren Angestellten garantiert worden. Zuletzt wurde eine vorläufige Vereinbarung über einen Gesetzesvorschlag zur Reform der Betriebsrenten erzielt (Betriebsrentenstärkungsgesetz). Wenn die Arbeitgeber und Gewerkschaften zustimmen, wird dieses Gesetz erstmalig rein beitragsorientierte Betriebsrentensysteme einführen. Diese Reformen werden nur auf neue Rentenversprechen angewandt. Die derzeitige Fassung nimmt keinen Bezug auf ESG-Themen.

Beitragsorientierte Systeme verlagern das Anlagerisiko – und die Anlagechancen – auf die Arbeitnehmer; eine uneingeschränkte Berücksichtigung von ESG-Aspekten kann daher nur in ihrem Interesse liegen. In verschiedenen Rechtsordnungen außerhalb Deutschlands wurden die Anstrengungen im Bereich Governance verstärkt, um Wirtschaftlichkeit, ein gutes Risikomanagement und Transparenz für Arbeitnehmer in beitragsorientierten Systemen sicherzustellen¹⁷.

Einige der Befragten haben auch angemerkt, Deutsche hätten eine starke Vorliebe für umweltfreundliches Handeln und nachhaltigere

Investitionen. Manche Befragten wiesen darauf hin, dass das vorherige System einem Arbeitnehmer wenig Raum gelassen habe, um sich mit der Art und Weise, wie sein Rentenkapital investiert wird, zu befassen. Diese Reformen haben das Potenzial, das Verhältnis zwischen Arbeitnehmern und ihren Betriebsrenten positiv zu verändern und beispielsweise bei diesen ein größeres Interesse dafür zu wecken, in welche Art von Vermögenswerten ihre Rente investiert wird.

Nächste Schritte

- a. Neue beitragsorientierte Systeme sollten sich öffentlich zu verantwortlichem Investment bekennen und sicherstellen, dass ESG-Kriterien über alle Fonds hinweg Teil der Anlageentscheidungen sind.
- b. Dabei sollten die Systeme auch die ethischen Überzeugungen ihrer Mitglieder in Betracht ziehen und auf diese eingehen. Das sollte nicht mit dem Umgang mit finanziell relevanten ESG-Risiken verwechselt werden.

PRI und UNEP FI werden sich zusammen mit Anspruchsgruppen weiterhin für dieses Thema engagieren und internationale Beispiele für Best-Practices auf dem Sektor der beitragsorientierten Systeme teilen.

3. FONDSVERWALTER

Die Marktpraktiken entwickeln sich stets weiter; dabei wird auch moderneres Verständnis des Verhältnisses zwischen ESG-Themen und treuhänderischer Pflicht abgebildet. Die vom deutschen Fondsverband [BV](#) eingeführten [Wohlverhaltensregeln](#), die seit Januar 2017 gültig sind, enthalten ein Prinzip zu Good Corporate Citizenship. Danach sollten finanziell relevante ESG-Themen berücksichtigt werden, auch um sicherzustellen, dass ein Anleger seiner treuhänderischen Pflicht nachkommt. Weiterhin sollten Fondsverwalter die Aktionärsrechte ausüben, wenn dies im besten Interesse des Endanlegers liegt. Eine Abweichung von diesen Wohlverhaltensregeln ist möglich, muss aber begründet werden („comply or explain“).

Der deutsche Investmentfondsmarkt wird von den fünf größten Fondverwaltern dominiert, die 94 % des Kapitals darstellen¹⁸. Alle großen Fondsverwalter widmen sich mit zumindest einigem Aufwand ESG-Faktoren. Trotzdem befinden sich ESG-bezogene Praktiken noch in der Entwicklung. Einige der Befragten waren der Ansicht, die Nachfrage inländischer Kunden nach ESG-Strategien sei schwach, steige aber an. Auf internationaler Ebene hat Art. 173

des französischen Gesetzes zur Energiewende¹⁹ entsprechende Nachfrage französischer Kunden angekurbelt.

[Paragraph 26](#) des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) legt Treue- und Sorgfaltspflichten für Fondsverwalter fest. Hierzu gehören u. a. die Pflicht, im besten Interesse der Anleger zu handeln und die Integrität des Marktes zu fördern. Wie im Falle der institutionellen Anleger muss finanziell relevanten Aspekten – darunter ESG-Faktoren – Rechnung getragen werden. Jedoch gibt es hierzu keine expliziten Vorschriften und zahlreiche Fondsverwalter ziehen ESG-Risiken somit nicht systematisch in ihre Überlegungen ein.

Zwei in Kürze erscheinende EU-Initiativen werden den rechtlichen Rahmen für Fondsverwalter beeinflussen:

- Neben den Anforderungen im Hinblick auf Mitwirkung und Ausübung der Stimmrechte (worauf später in diesem Dokument noch eingegangen werden wird), verlangt die Aktionärsrechterichtlinie, dass Fondsverwalter gegenüber Kunden offenlegen, wie die Hauptelemente ihrer

¹⁷ Als Beispiel kann auf EU-Ebene die Neufassung der EbAV-Richtlinie angeführt werden, deren ausdrückliche Ziele die Förderung der Governance von Pensionsfonds und die Förderung von Transparenz waren. Ebenso zu erwähnen sind die jüngsten Reformen im Vereinigten Königreich, mit denen für Anbieter von beitragsorientierten Systemen unabhängige Governance-Ausschüsse eingerichtet werden, die sich mit der Gewährleistung der Eignung des Produkts und der Beitragskontrolle befassen.

¹⁸ Vgl. Abb. 51: www.efama.org/SitePages/homepublications.aspx

¹⁹ Eine von PRI erstellte Zusammenfassung finden Sie hier: www.unpri.org/download_report/14573

Aktienanlagestrategien den langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber ihren Kunden entsprechen.

- Die Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und für Versicherungsanlageprodukte (PRIIP) beinhaltet die Pflicht, alle ökologischen oder sozialen Ziele eines Fonds in einem Basisinformationsblatt offenzulegen.

Nächste Schritte

- a. Die BaFin sollte Leitlinien für Fondsverwalter herausgeben und klarstellen, dass das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) die Einbeziehung wesentlicher ESG-Themen vorschreibt.
- b. Die Auswirkungen dieser Leitlinien sollten überwacht werden. Zeigen diese keinen Erfolg, sollte das Bundesfinanzministerium eine Änderung des Kapitalanlagegesetzes vorschlagen.

Mitwirkung und Stimmabgabe durch die Fondsverwalter

Die Neufassung der [EU-Aktionärsrechterichtlinie](#) schreibt Fondmanagern vor, eine Mitwirkungspolitik (engl.: Engagement) auszuarbeiten oder zu erklären, warum sie sich dazu entschieden haben, dies nicht zu tun. Allerdings sind die meisten Fondsverwalter aufgrund der bereits existierenden Rechtsvorschriften und Marktpraktiken in Deutschland gut auf diese Anforderungen vorbereitet, vorausgesetzt, deren bisherige Umsetzung entspricht auch tatsächlich den vorhandenen Gesetzen. Einige Fondsverwalter

müssen bereits jetzt eine Mitwirkungspolitik ausarbeiten²⁰ und die Ausübung von Auftragsstimmrechten wird gemeinhin als Bestandteil der treuhänderischen Pflicht angesehen. Die Wohlverhaltensregeln des deutschen Fondsverband BVI weisen auch darauf hin, dass Fondsverwalter mit Portfoliounternehmen in Dialog treten und Stimmrechte ausüben sollten.

Es blieben jedoch noch zwei Fragen offen:

- Die grenzüberschreitende Stimmabgabe gestaltet sich weiterhin kompliziert und ist in manchen Fällen auch kostspielig. Als Teil der Aktionärsrechterichtlinie wird die Europäische Kommission darauf hinarbeiten, die Stimmübermittlung innerhalb der EU zu verbessern. PRI ist bereits früher mit der EU bezüglich der Wichtigkeit dieses Themas in Dialog getreten und wird dies auch weiterhin tun.
- Trotz der von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) 2014 herausgegebenen Leitlinien²¹ machen sich viele deutsche Anleger im Hinblick auf eine Zusammenarbeit weiterhin Sorgen wegen der möglichen rechtlichen Folgen im Zusammenhang mit dem Kartellverbot und dem Verbot aufeinander abgestimmter Verhaltensweisen. Diese Sorge bzw. unklare Lage erschwert die Zusammenarbeit zwischen Anlegern in Bezug auf einen aktiven ESG-Dialog mit den investierten Unternehmen. Zusätzlich bestehen strengen Auflagen, die BaFin über Stimmrechte zu informieren, und hohen Strafen bei Verstößen. Außerdem sind die ESMA-Leitlinien für die zuständigen Behörden der Mitgliedsstaaten nicht bindend.

4. LEITFADEN FÜR ANLEGER ZUR EINHALTUNG DER CSR-RICHTLINIE

Dieses Gutachten konzentriert sich auf Kapitalmärkte. Für die Untersuchung und Betrachtung Deutschlands stellt dies eine Herausforderung dar, denn nicht börsennotierte Familienunternehmen spielen eine große Rolle (per Juli 2014 betrug deren Zahl etwa 3,4 Millionen im Vergleich zu lediglich 711 an der Deutschen Börse notierten Unternehmen)²². Finanzierung wird hauptsächlich durch Banken gestellt und weniger an den Kapitalmärkten gesucht.

Mitwirkung der Aktionäre und Unternehmensführung

Der Dialog mit Aktionären war in letzter Zeit Gegenstand häufiger Debatten. 2016 hat die Initiative „Developing Shareholder Communication“ unter der Federführung von Hermes und Ernst &

Young Leitsätze für den Dialog zwischen Investor und Aufsichtsrat formuliert. Dieses Dokument erkennt einen Trend hin zu aktiver Mitwirkung der Aktionäre an und definiert Prinzipien zur Förderung der Kommunikation, der Transparenz und des Vertrauens, ohne dabei jedoch die unternehmerische Freiheit zu unterminieren.

Die Ergebnisse spiegeln sich in der Neufassung des [Deutschen Corporate Governance Kodex 2017](#) wider. In der Präambel des Kodex heißt es, von institutionellen Anlegern werde erwartet, dass sie ihre Eigentumsrechte „aktiv und verantwortungsvoll“ auf der Grundlage von transparenten und die Nachhaltigkeit berücksichtigenden Grundsätzen ausüben. Daneben enthält der Kodex eine Bestimmung, wonach der Aufsichtsratsvorsitzende in angemessenem Rahmen bereit sein sollte, mit Investoren über

20 Siehe Art. 37 der Vorschriften für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) 231/2013 auch in Verbindung mit § 3 der Kapitalanlage-Verhaltens- und Organisationsverordnung (KAVeOV).

21 Diese Leitlinien legten eine „Wunschliste“ erlaubter Aktivitäten fest, darunter auch die Dialogaufnahme mit anderen Anteilseignern über Themen, auf die der Unternehmensvorstand angesprochen werden soll, und das Vorstelligwerden vor Unternehmensvorständen in Verbindung mit den Strategien, Praktiken oder Handlungen der jeweiligen Unternehmen. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-677.pdf>.

22 Dies ist leicht irreführend. Zu den börsennotierten Gesellschaften gehören viele der größten deutschen Unternehmen. Ein besseres Bild ergibt sich aus der Tatsache, dass 90 % der Arbeitnehmer bei Unternehmen angestellt sind, die im nicht börslich gehandelten Privateigentum stehen.

aufsichtsratspezifische Themen Gespräche zu führen.

Der Kodex verwendet auch das Leitbild des „Ehrbaren Kaufmanns“ und die Neufassung des Kodex stellt fest, dass dadurch die Tatsache widerspiegelt werden soll, dass sich gute Unternehmensführung durch gesetzeskonformes sowie ethisch fundiertes, eigenverantwortliches Verhalten auszeichnet.

Die Befragten stellten fest, dass viele Unternehmen, darunter zahlreiche Gesellschaften, die im DAX indexiert sind, die Prinzipien des UN Global Compact akzeptiert haben oder ähnliche Verpflichtungen eingegangen sind. Allerdings wenden nur wenige diese Prinzipien auf ihre Pensionsfonds an.

Nichtfinanzielle Berichterstattung

Seit 2013 müssen sich an der Deutschen Börse notierte Unternehmen an deren Leitfaden zur Nachhaltigkeit in der Kapitalmarktkommunikation halten.²³

Anfang 2017 schloss der Bundestag die Änderungen zum Handelsgesetzbuch (HGB) ab, um die EU-Richtlinie zur nichtfinanziellen Berichterstattung (auch bekannt als CSR-Richtlinie) umzusetzen. Gemäß der Richtlinie haben Unternehmen von öffentlichem Interesse ab einer gewissen Größe über ihre Nachhaltigkeitsstrategien, Due-Diligence-Prozesse und Leistungsindikatoren zu Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelangen, zur Achtung der Menschenrechte und zur Bekämpfung von Korruption und Bestechung Bericht zu erstatten.

Zahlreiche Befragte haben darauf hingewiesen, dass viele der größten Banken und institutionellen Anleger in Deutschland die Richtlinie einhalten müssen. Dazu kommt, dass zahlreiche

der nichtfinanziellen Unternehmen bedeutende Investitionen in Betriebsrentenfonds oder Contractual-Trust-Agreements (die nicht der Aufsicht durch die BaFin unterliegen) vorgenommen haben. Verschiedene Unternehmen haben begonnen, die Auswirkungen ihrer Investitionen zu evaluieren, um sicherzustellen, dass sie den neuen Anforderungen gerecht werden. Es handelt sich hierbei jedoch noch nicht um eine systematische Vorgehensweise.

Nächste Schritte

- a. Das Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (BMJV) sollte Leitlinien für Unternehmen von öffentlichem Interesse herausgeben, die mit den neuen Anforderungen im Einklang stehen. Dazu gehört unter anderem Folgendes:
 - i. Finanzielle Unternehmen müssen über ihre Investitionen Bericht erstatten. Wenn möglich, sollten die Leitlinien diesbezüglich auf die zukünftigen Anforderungen an die Berichterstattung gemäß der EbAV-II-Richtlinie und der Aktionärsrechterichtlinie abgestimmt sein.
 - ii. Nichtfinanzielle Unternehmen müssen über Investitionen wie Altersvorsorgesysteme und Contractual-Trust-Agreements Bericht erstatten.
- b. Der Bundestag sollte die Umsetzung der Änderungen des Handelsgesetzbuches überwachen, um Folgendes sicherzustellen: Gewährleistung von qualitativ hochwertiger Offenlegung von ESG-Faktoren, aus der sich der Zusammenhang zwischen ESG-Faktoren, dem Geschäftsmodell eines Unternehmens und den Risikofaktoren klar ergibt; Ermöglichung des Vergleichs von Anlegern im Hinblick auf die Branche, das Portfolio und über verschiedene Zeitspannen hinweg.

Verfasser:

Alyssa Heath, Dustin Neuneyer und Will Martindale

²³ deutsche-boerse.com/blob/2533434/23a83ef2e14df6f6fc2421bde94abfb/data/communicating-sustainability_de.pdf

